周大生（002867）

Q3 归母净利+51%，婚恋需求释放+电商带动下业绩全面向好

2020 年 11 月 01 日

买入（首次）

证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006
021-60199793
wujc@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,439	5,428	7,295	8,488
同比（%）	11.7%	-0.2%	34.4%	16.4%
归母净利润（百万元）	991	1,001	1,305	1,503
同比（%）	23.0%	0.9%	30.4%	15.2%
每股收益（元/股）	1.36	1.37	1.79	2.06
P/E（倍）	18.18	18.01	13.81	11.99

业绩简评

- 2020 年 Q1-3 公司实现收入 33.49 亿元/ -12.1%YOY；实现归母净利润 7.12 亿元/ -2.1%YOY；实现扣非归母净利润 6.63 亿元/ -3.8%YOY。其中 Q3 单季公司实现收入 16.75 亿元/ +17.9%YOY；实现归母净利润 3.82 亿元/ +51.3%YOY；实现扣非归母净利润 3.58 亿元/ +45.6%。

投资要点

- **Q3 婚恋需求集中释放珠宝零售市场回暖：**据国家统计局，2020 年 7-9 月珠宝类社零同比增速分别为 7.5%/ 15.3%/ 13.1%，疫情后珠宝零售出现反弹式增长，2020 年 7 月的同比增速为 2019 年 6 月以来的最高值。
- **自营跌幅收窄，加盟恢复增长，电商加速放量：**分渠道看，①线下自营业务 Q3 单季实现收入 1.78 亿元，同比-18.4%，Q3 同比跌幅较上半年的 49.7%明显收窄；②加盟业务实现收入 11.38 亿元，同比+9.88%；③电商渠道加速放量，Q3 自营线上渠道收入 3.15 亿元，同比增长 160%，通过直播带货等新的营销方式促使 Q3 电商收入增幅创 2020 年新高。
- **自营撤店节奏放缓，加盟店数量持续增长：**Q2 期末/Q3 期末公司拥有自营门店 257 家/ 252 家，拥有加盟门店 2748 家/ 2768 家，门店总数 4005 家/ 4020 家；Q3 自营门店缩减 5 家，加盟门店增长 20 家。
- **业绩快速恢复背景下，利润率现较高弹性：**Q3 单季公司毛利率/ 净利率分别为 42.9%/ 22.8%，同比大幅增长 7.8pct/ 5.0pct，业绩快速恢复背景下利润弹性展现。销售/ 管理/ 研发/ 财务费用率分别为 11.6%/ 1.4%/ 0.1%/ -0.4%，同比+3.4pct/ -0.9pct/ 持平/ -0.7pct。我们认为销售费用率增长的主要原因包括费用率较高的线上渠道占比提高，且直播带货等营销投放使销售费用提高等。
- **线上优势持续巩固，Q4 双十一持续高增值得期待：**周大生是较早布局电商渠道的珠宝品牌，疫情期间拥抱直播带货大潮，6 月周大生联手辛巴、佟大为直播带货，“周大生 X 辛巴专场”直播销售额超 4.8 亿元，巩固线上渠道优势。Q4 线上珠宝消费在双十一的刺激下有望持续高增，公司作为线上化程度领先的珠宝品牌 Q4 业绩值得期待。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2020-22 年归母净利润分别为 10.0 亿元、13.1 亿元、15.03 亿元，同比增幅分别为 0.9%、30.4%、15.2%，当前市值对应 PE 分别为 18x、14x、12x，首次覆盖，给与“买入”评级。
- **风险提示：**原料价格大幅波动，疫情风险，线下门店恢复及拓展不及预期，加盟商管理风险，委外生产质量问题等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.66
一年最低/最高价	16.45/35.04
市净率(倍)	3.54
流通 A 股市值(百万元)	17828.97

基础数据

每股净资产(元)	6.96
资产负债率(%)	19.05
总股本(百万股)	730.82
流通 A 股(百万股)	722.99

相关研究

1、《周大生（002867）：如期展店，金价上行背景下展现利润弹性》2019-08-26

请务必阅读正文之后的免责声明部分

周大生三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**4,162**	**4,996**	**7,342**	**8,517**
现金	1,294	2,207	2,653	4,784
应收账款	76	83	120	116
存货	2,597	2,511	4,342	3,403
其他流动资产	196	195	227	214
非流动资产	**1,760**	**1,801**	**1,783**	**1,738**
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	32	77	111	127
在建工程	171	217	214	171
无形资产	435	417	399	381
其他非流动资产	1,121	1,090	1,058	1,058
资产总计	**5,922**	**6,797**	**9,125**	**10,255**
流动负债	**1,153**	**1,356**	**2,378**	**2,005**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	359	590	952	855
其他流动负债	794	766	1,426	1,150
非流动负债	**26**	**26**	**26**	**26**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	26	26	26	26
负债合计	**1,179**	**1,382**	**2,404**	**2,031**
少数股东权益	33	33	33	33
归属母公司股东权益	4,710	5,382	6,687	8,190
负债和股东权益	**5,922**	**6,797**	**9,125**	**10,255**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	798	1,342	487	2,104
投资活动现金流	313	-100	-50	0
筹资活动现金流	-903	-328	9	27
现金净增加额	208	914	446	2,130
折旧和摊销	44	59	68	45
资本开支	181	41	-18	-45
营运资本变动	-292	283	-878	582

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**5,439**	**5,428**	**7,295**	**8,488**
减:营业成本	3,482	3,320	4,626	5,421
营业税金及附加	56	54	72	85
营业费用	587	706	839	976
管理费用	134	109	135	144
财务费用	8	-1	-9	-27
资产减值损失	-12	0	0	0
加:投资净收益	1	0	0	0
其他收益	77	59	74	82
营业利润	**1,257**	**1,299**	**1,706**	**1,969**
加:营业外净收支	35	35	35	35
利润总额	**1,292**	**1,334**	**1,740**	**2,004**
减:所得税费用	301	334	435	501
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	**991**	**1,001**	**1,305**	**1,503**
EBIT	1,266	1,299	1,692	1,930
EBITDA	1,310	1,358	1,760	1,975

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.36	1.37	1.79	2.06
每股净资产(元)	6.45	7.36	9.15	11.21
发行在外股份(百万股)	731	731	731	731
ROIC(%)	40.4%	45.1%	42.0%	60.5%
ROE(%)	20.9%	18.5%	19.4%	18.3%
毛利率(%)	36.0%	38.8%	36.6%	36.1%
销售净利率(%)	18.2%	18.4%	17.9%	17.7%
资产负债率(%)	19.9%	20.3%	26.3%	19.8%
收入增长率(%)	11.7%	-0.2%	34.4%	16.4%
净利润增长率(%)	23.0%	0.9%	30.4%	15.2%
P/E	18.18	18.01	13.81	11.99
P/B	3.83	3.35	2.70	2.20
EV/EBITDA	12.80	11.68	8.76	6.73

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn